



景德镇市城市建设投资集团有限责任公司 2023年度第二期短期融资券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.
让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

景德镇市城市建设投资集团有限责任公司 2023年度第二期短期融资券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	A-1
评级日期	2023-01-29

评级观点

- 中证鹏元评定景德镇市城市建设投资集团有限责任公司（以下简称“景德镇城投”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，评定本次拟发行的基础发行金额 0 亿元，本期发行上限金额 5 亿元的短期融资券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 A-1，该级别反映了本期债券为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
- 上述等级的评定是考虑到景德镇市优势产业发展态势好，区域经济较快增长，为公司发展提供了良好外部环境，公司在建项目业务量充足，收入较有保障，并得到较大力度的外部支持。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，资金支出压力较大，总债务规模快速增长且短期偿债压力加大等风险因素。

债券概况

发行规模：基础发行金额 0 亿元，本期发行上限金额 5 亿元

发行期限：1 年

偿还方式：到期一次性还本付息

发行目的：偿还有息债务

未来展望

预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

联系方式

项目负责人：何佳欢
hejh@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.9	2021	2020	2019
总资产	669.21	621.56	495.74	347.58
所有者权益	257.56	252.17	219.48	142.68
总债务	317.02	310.80	226.20	153.75
资产负债率	61.51%	59.43%	55.73%	58.95%
现金短期债务比	0.38	0.39	0.70	0.82
营业收入	38.47	30.32	26.74	10.90
其他收益	0.21	0.65	0.63	0.00
利润总额	0.26	2.47	4.27	2.05
销售毛利率	7.13%	14.24%	21.28%	26.79%
EBITDA	--	3.83	5.64	2.88
EBITDA 利息保障倍数	--	0.27	0.50	0.35
经营活动现金流净额	-8.27	-12.13	2.22	0.74

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月审阅报告，中证鹏元整理

优势

- **景德镇市陶瓷文化底蕴深厚，适逢“国家陶瓷文化传承创新试验区”建设，发展机遇良好。**景德镇以瓷立市，近年来经济保持增长，目前正着力打造“陶瓷、航空、精细化工和医药”+文化旅游+其他优势产业的“3+1+X”特色产业体系。
- **在建项目业务量充足，公司收入较有保障。**公司是景德镇市主要的基础设施建设主体之一，主营业务涉及棚户区改造、委托代建等板块。截至2022年9月末，公司主要在建的委托代建项目总投资规模较大，未来收入较有保障。
- **公司获得的外部支持力度较大。**近年来公司获得来自政府部门在资金、房屋建筑物、股权等方面的支持，公司资本公积得以增加，此外公司持续获得各类政府补助。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至2022年9月末，公司资产以土地、房屋和在建项目工程投入为主，受限资产占比较高，此外公司存在部分未办证土地。
- **公司面临较大的资金支出压力，部分自建项目未来收益存在不确定性。**截至2022年9月末，公司在建的委托代建项目、自建项目数量众多，尚需投资规模大，大部分需要公司自筹资金，并且公司经营活动现金流净额表现不佳，部分自建项目未来收益的实现尚存在不确定性，使得公司面临较大的资金支出压力。
- **公司总债务规模快速增长，短期偿债压力增大。**近年来公司总债务规模进一步增加，其中短期债务占比整体上升，现金短期债务比与EBITDA利息保障倍数明显下降。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司	定位为景德镇市国有资本投资、运营管理平台，以煤化工及相关多元化产品生产、公共事业板块（代建项目）和房地产为主业	954.22	345.49	188.90
景德镇陶文旅控股集团有限公司	景德镇市重要的基础设施建设主体，从事景德镇市基础设施建设及棚户区改造，以及商品销售、酒店住宿及餐饮、资产管理等业务	876.55	387.15	55.34
景德镇市城市建设投资集团有限责任公司	昌南新区范围内原昌南拓展区的土地整理、基础设施建设和昌江区棚户区改造等	621.56	252.17	30.32
景德镇合盛产业投资发展有限公司	景德镇高新区及昌江区内基础设施项目投资建设	273.24	156.38	11.20
景德镇市古镇投资管理有限公司	景德镇市重要的老城改造及安置房建设主体之一，主要经营自售房、混凝土和租赁及物业三大板块	105.04	66.64	4.41

注：以上各指标均为2021年数据

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	5/7
	行政层级	3/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA

个体信用状况

根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

公司为景德镇市主要的城市投融资建设主体之一，主要从事土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造等业务。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，景德镇市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与景德镇市人民政府的联系非常紧密以及对景德镇市人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为景德镇市人民政府提供支持的能力很强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	A-1/22 景德城投 CP001	2022-9-28	何佳欢、陈良玮	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2022V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/19 景城开投债	2018-12-25	贾聪、张旻燊	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

一、发行主体概况

公司原名为景德镇市城市建设开发投资有限责任公司，由景德镇市国有资产监督管理委员会（以下简称“景德镇国资委”）于2014年1月17日全额出资设立，初始注册资本为1.00亿元。2017年12月15日，景德镇国资委向公司增资3.60亿元，全部计入实收资本；景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）向公司增资7.50亿元，其中1,000.00万元计入实收资本，其余7.40亿元计入资本公积，公司注册资本增加至4.70亿元。根据2019年3月公司股东会决议，公司注册资本将由4.70亿元增加至30.00亿元，其中景德镇国资委认缴出资29.85亿元，本次新增出资25.25亿元，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）新增出资500.00万元³。2019年5月17日，公司名称变更为现名。2019年及2020年，景德镇国资委新增实缴14.00亿元、11.25亿元，公司实收资本增至30亿元。

2019年11月，景德镇市土地储备中心将其持有的54.90%的景德镇市新成建设投资开发有限责任公司（以下简称“新成建设”）股权无偿转让给公司，新成建设主要负责景德镇市陶瓷文化创意新区基础设施建设、安置房等业务，公司成为新城建设控股股东后，公司在景德镇市的业务范围与规模进一步得到扩大。

2022年5月，应江西省人民政府以国有资本充实社保基金的要求，景德镇国资委将其持有的公司10%股权无偿划转给江西省行政事业资产集团有限公司。上述股权划转事项完成后，景德镇市国资委持有景德镇城投股权比例由99.50%降至89.55%，江西省行政事业资产集团有限公司新增景德镇城投9.95%股权。截至2022年9月末，公司注册资本和实收资本均为30.00亿元，公司控股股东及实际控制人仍为景德镇国资委。

公司为景德镇市主要的城市投融资建设主体之一，主要从事土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造等业务。截至2022年9月末合并范围内的子公司共37家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：景德镇市城市建设投资集团有限责任公司2023年度第二期短期融资券；

发行规模：基础发行金额0亿元，本期发行上限金额5亿元；

债券期限和利率：1年，固定利率；

还本付息方式：到期一次性还本付息。

³ 农发基金新增出资的500万元为明股实债。公司与农发基金于2015年9月签订了《投资协议》，投资规模为1亿元，投资项目是景德镇市高铁商务区核心路网（三期），期限为10年，年投资收益为1.20%，到期后由景德镇市人民政府以1亿元的价格一次性收购全部股权。2019年5月，公司根据该项投资的实质，将500万元调整计入实收资本并进行了工商变更，剩余99,500万元调整计入资本公积。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金用于偿还有息债务。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济持续复苏，2022 年以来经济顶住压力运行在合理区间，坚持稳中求进工作总基调，财政货币政策着力扩需求

2021 年，我国经济呈稳健复苏态势，实现国内生产总值（GDP）114.4 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，经济增长全球领先，主要预期目标全面实现。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，经济运行总体平稳。

2022 年以来，我国经济发展面临的形势更趋复杂严峻。国际方面，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，主要经济体货币政策快速收紧，不确定性和新挑战增多。国内方面，疫情多发散发，叠加高温干旱少雨极端天气，有些因素超出预期，经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，尤其是需求不足的矛盾突出，企业生产经营困难较多，经济恢复的基础不牢固。

2022 年 1-8 月，稳经济一揽子政策出台及时，接续政策又果断推出，国内经济总体延续恢复发展态势，但有小幅波动。供给端，工业生产虽小幅波动但总体稳健，采矿业增速较快，高技术制造业和汽车制造业表现亮眼；疫情扰动下，服务业复苏基础不牢固，地产服务业快速回落拖累服务业整体增速，复苏略显乏力。需求端，出口增速整体维持高景气但有下滑压力，8 月受高基数和外需走弱影响，出口增速大幅回落；专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基建投资实现高增长，是稳增长的重要抓手；实施大规模留抵退税，确定设备更新专项贷款，制造业投资保持强劲；房地产开发投资持续走弱，尤其在三季度断供危机和“保交楼”压力下，新增投资积极性较低，居民购房意愿和信心不足；受疫情干扰，消费整体表现低迷。在全球高通胀背景下，我国通胀水平偏低，今年以来通胀水平温和上涨但整体可控。失业率较高但近期有所回落，青年人失业率持续突破历史新高，结构性就业压力较大。

宏观政策在扩大需求上积极作为。人民银行加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，降准降息并下调中长期 LPR 利率，保持流动性合理充裕，有效支持实体经济融资需求，稳住宏观经济大盘。积极的财政政策靠前发力，注重精准、可持续。加大减负纾困力度，实施大规模增值税留抵退税，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。加快专项债发行和使用进度，适度超前开展基础设施投资，用足用好专项债务限额。通过调增政策性开发性金融工具额度、能源保供特别债等措施助力稳增长。

我国继续坚持稳中求进工作总基调，狠抓稳经济一揽子政策和接续政策措施落地见效，财政货币政策积极作为，用足用好各类政策工具箱，发挥组合效应，大力扩大有效需求，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，实现回稳复苏。

2019-2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来经济下行压力加大，城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2019 年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019 年 5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资。

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松。具体来看，自 2 月起，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

2021 年，随着 2020 年疫情影响的缓解，经济形势好转，稳增长压力减轻，监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得新提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。

2022 年以来，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管有保有压。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5 月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6 月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20 号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

目前国内外经济形势仍较为复杂严峻，后续政策重心仍是稳增长，同时平衡好风险防范和处置工作，

预计城投融资监管将保持合理适度，城投公司合理融资需求仍有一定保障。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约和技术违约等风险事件时有发生，城投区域分化加剧，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

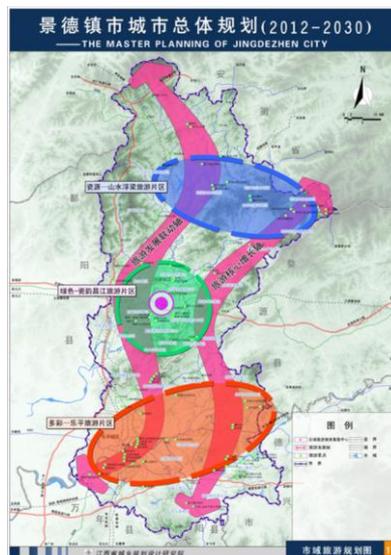
区域经济环境

景德镇“瓷都”品牌影响力大，适逢“国家陶瓷文化传承创新试验区”建设机遇，致力于推进陶瓷文化与相关产业深度融合及转型升级，提升对江西省经济的贡献度

区位特征：景德镇被称为“千年瓷都”，是江西最具历史文化特色、国内外影响力的品牌城市。景德镇市是江西下辖地级市，土地面积5,256平方公里，地势四周高中间低，形似盆地。自然资源丰富，其中瓷土储量最为丰富，目前已探明的储量尚可开采300余年。景德镇境内拥有景德镇机场、皖赣铁路、九景衢铁路（动车）、昌景黄高铁（建设中，部分已运行）及杭瑞、景鹰、德昌、景婺黄4条高速公路。景德镇市下辖乐平市、浮梁县、珠山区、昌江区。全市七普常住人口161.90万人，十年增长1.98%，主要是市辖区（珠山区、昌江区）人口增长，城镇化率65.02%，但老龄化程度有所上升。2021年景德镇人均GDP6.81万元，为同期全国人均生产总值的84.08%。

景德镇陶瓷文化底蕴深厚，被称为“千年瓷都”，也是海上丝绸之路主要起点城市，手工制瓷技艺和传统瓷窑作坊营造技艺均被列为首批中国非物质文化遗产。2019年8月，国家发改委、文化和旅游部联合印发通知，在景德镇市全域范围内建设国家陶瓷文化传承创新试验区（以下简称“试验区”），也是国家首个文化类国家级试验区，试验区定位为国家陶瓷文化保护传承创新基地、世界著名陶瓷文化旅游目的地和国际陶瓷文化交流合作交易中心。

图1 景德镇市城市总体规划图



资料来源：景德镇文明网

经济发展水平：景德镇以瓷立市，经济体量偏小，目前致力于推进陶瓷文化与相关产业融合升级。目前景德镇正打造“陶瓷、航空、精细化工和医药”+文化旅游+其他优势产业的“3+1+X”特色产业体系，引进产业链核心企业和上下游配套企业，打造陶瓷、航空和医药化工三个千亿产业集群。

景德镇以陶瓷产业立市，目前致力于以陶瓷工业园区为主平台，以景德镇陶瓷集团有限责任公司等龙头企业为支柱，打通从原料供应、设计、制造加工、检测鉴定到营销物流等陶瓷全产业链。景德镇市活化陶瓷工业遗存，加快推进新旧动能转换的方式被国务院通报表扬，并向全国推广陶溪川工业遗产“活化”成功经验。景德镇航空产业基础坚实，优势独特。景德镇是我国最主要的直升机研发和总装生产基地，2017年1月获批全国首批通用航空产业综合示范区。602所是国内唯一的直升机整机研发机构，昌飞公司是全国最大的直升机生产企业。在医药及精细化工领域，黑猫炭黑、宏柏新材是国家级制造业单项冠军企业，天新药业维生素B6、B1市场占有率全球第一和第二，富祥药业舒巴坦市场占有率全球第一。景德镇推行“陶瓷+”，推动陶瓷与文化、旅游等深度融合。

试验区财税金融支持的政策红利持续释放，助力景德镇市产业发展及项目落地。试验区《实施方案》明确提出加大中央、省级的财税支持力度，鼓励拓宽陶瓷文化产业的投融资渠道等。2020年江西省为国家试验区建设争取到地方政府专项债券额度88.9亿元、中央预算内投资12.2亿元；2021年7月，由江西省政府金融办牵头举办江西省金融机构支持景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区建设产融对接大会，2021年5-7月省内金融机构和景德镇市企业共落实合作项目151个，金额535.36亿元。

景德镇市经济总量偏小，2021年GDP在江西省地级市排末位。由于目前正处在传统产业转型升级阶段，GDP增速波动较大。2020年三次产业结构比为7.1：43.1：49.8，第三产业占比较高。2020年，陶瓷、航空、精细化工和医药、制冷、汽车、电子信息六大优势产业产值占规模以上工业比重达到80.62%。传统产业尤其是高耗能产业占比高的问题得到改善，“十三五”期间规模以上工业增加值能耗累计下降29.76%。景德镇市消费规模持续扩大，消费对经济的拉动作用明显增强。

2022年以来，固定资产尤其是工业和基础设施投资对景德镇经济增长贡献力度加大，2022年前三季度，景德镇市固定资产投资同比增长10.1%，其中，工业投资同比增长15.5%，基础设施投资同比增长12.5%。从投资主体来看，2022年前三季度景德镇市固定资产投资以国企投资发力为主，2022年前三季度国有投资同比增长29.7%，非国有投资同比增长7.3%。从项目储备情况来看，预计短期内固定资产投资仍将持续发力。2022年三季度末，景德镇市亿元以上在建项目共660个，同比增长30.7%，1-9月完成投资同比增长8.1%，占全部固定资产投资的81.7%，对全市投资增长的贡献率为66.8%。

表1 2021年江西省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
南昌市	6,650.53	8.7%	10.33	484.84	411.05
赣州市	4,169.37	9.1%	4.64	294.07	460.42
九江市	3,735.68	8.8%	8.19	292.20	288.40
吉安市	2,525.65	9.0%	5.71	181.91	154.81
鹰潭市	1,143.92	9.3%	9.90	92.61	88.47

萍乡市	1,108.30	8.3%	6.14	108.63	-
景德镇市	1,102.31	8.7%	6.81	101.49	221.27

注：“-”数据未公告；人均GDP=地区生产总值/常住人口数。

资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表2 景德镇市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,102.31	8.7%	957.14	3.7%	926.11	7.8%
固定资产投资	-	9.4%	-	8.4%	-	10.4%
社会消费品零售总额	548.17	17.2%	467.72	2.5%	379.33	11.4%
进出口总额	-	-	66.46	3.4%	64.30	-6.2%
人均GDP（元）	68,086		59,120		55,228	
人均GDP/全国人均GDP	84.08%		81.60%		77.90%	

注：“-”数据未公告；人均GDP=地区生产总值/常住人口数。

资料来源：2019-2020年景德镇市国民经济与社会发展统计公报、2021年1-12月景德镇市经济运行指标，中证鹏元整理

发展规划及机遇：2019年习近平总书记视察江西时，提出了“要建好景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区，打造对外文化交流新平台”的具体要求。景德镇“十四五规划”进一步提出构建景德镇特色现代化经济体系，重点培育陶瓷产业新技术、新业态、新模式，推进陶瓷文化与相关产业深度融合，催生经济社会发展新动能，推动景德镇成为全国乃至世界的陶瓷产业标准和创新中心。

财政及债务水平：景德镇市一般公共预算收入保持稳定，地方财力对政府性基金收入依赖度高，地方政府债务快速增长。2021年景德镇市实现一般公共预算收入101.49亿元，位居江西省地级市第9，同比增长1.44%，税收收入实现63.09亿元，近三年税收收入占比稳定。但受2022年上半年开始实施的退税减税降费政策，减收免收缓收以及土地交易相关税收减收较多的影响，景德镇市税收收入下滑幅度较大，致使2022年上半年景德镇市实现一般公共预算收入仅为44.75亿元，同比下降26.1%。近年景德镇市财政自给率较稳定，2021年财政自给率居全省第5。景德镇市城镇化率较快提升，给当地土地市场和房地产市场注入了强大活力，近年来地方政府性基金收入维持较大规模，2021年景德镇市政府性基金收入占比⁴高达69%，但该收入同比下降15%，未来需关注该区域土地出让市场变动情况。区域债务方面，近三年景德镇市地方政府债务快速增长，全口径债务率较高。

表3 景德镇市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	101.49	100.05	99.69
税收收入占比	62.16%	61.83%	62.77%
财政自给率	44.8%	42.38%	42.29%
政府性基金收入	221.27	261.16	334.04

⁴ 政府性基金收入占比公式为：政府性基金收入/（一般公共预算收入+政府性基金收入）

地方政府债务余额	400.86	300.38	200.96
----------	--------	--------	--------

资料来源：景德镇市人民政府网，中证鹏元整理

根据景党发〔2018〕7号文和赣编办文〔2018〕48文，景德镇市政府在原昌南拓展区基础上成立昌南新区，范围涵盖原昌南拓展区、高铁商务区、陶瓷工业园区及洪源镇等，面积约160平方公里，同时将景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室和景德镇陶瓷工业园区管理委员会整合，设立景德镇市昌南新区管理委员会（加挂景德镇陶瓷工业园区管理委员会牌子），为景德镇市政府派出机构，正处级。

五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》和相关法律法规制定了公司章程，建立了包括董事会、监事会、党委在内的法人治理结构。

公司不设股东会，江西省行政事业资产集团有限公司、中国农发重点建设基金有限公司和景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）将其持有公司的对应的表决权等股东权利委托给景德镇国资委行使。

公司设董事会，其成员为7人，公司设董事长1名，副董事长1名，董事会成员除职工董事外，由景德镇国资委按有关程序派出，职工董事由公司职工代表大会（或职工大会）选举产生。董事会对股东负责，行使包括决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司设监事会，其成员为5人，非职工代表监事由景德镇国资委按有关程序派出，职工监事不少于三分之一并由职工代表大会（或职工大会）选举产生。监事的任期每届为3年，任期届满，若未进行更换，可以连任。监事会设主席1人，按干部管理权限由景德镇国资委在监事会成员中指定，公司董事、总经理、副总经理、财务负责人等高级管理人员不得兼任监事。公司设总经理1名，副总经理5名，由董事会聘任或解聘。

在组织架构设置方面，公司设立包括人力资源部、财务管理部、资产管理部等在内的职能部门。整体而言，公司法人治理结构及组织架构设置能够满足日常经营及业务发展需要。

六、经营与竞争

公司系景德镇市主要的城市基础设施建设主体之一，主要承担昌南新区基础设施建设、昌江区棚户区改造和土地一级开发等任务。基础设施建设业务为公司最主要的收入来源，在建的基础设施建设项目数量较多，持续性较好；公司棚改、土地出让、租赁和贸易等业务为公司营业收入提供了较大补充。

近年，公司综合毛利率有所下降。其中，2019-2021年基础设施建设业务毛利率波动较大，2019年大幅下降至0.41%，主要系公司调整收入确认原则后，将前期完工项目一并结转成本所致，2020年有所

上升；棚户区改造业务、租赁业务保持较高毛利率，主要系二者成本分别为分摊的利息成本、物业发生的修理修缮费用等。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	127,415.92	7.97%	18,570.25	3.96%	31,383.54	12.32%	76,103.99	0.41%
棚户区改造	-	-	-	-	786.83	19.23%	6,650.51	46.68%
土地转让	-	-	27,534.00	40.41%	46,273.61	57.06%	-	-
租赁业务	17,888.18	97.24%	31,471.42	100.00%	26,228.39	99.76%	26,175.29	99.30%
贸易业务	233,836.14	0.04%	222,928.69	0.04%	161,821.54	0.08%	-	-
物业服务	2,365.52	11.80%	1,264.87	-32.55%	765.95	22.40%	109.15	-178.29%
其他业务	3,233.82	-15.27%	1,446.79	12.26%	119.93	22.03%	-	-
合计	384,739.58	7.13%	303,216.02	14.24%	267,379.79	21.28%	109,038.94	26.79%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司委托代建项目工程量充足，业务持续性较好

公司作为昌南新区基础设施建设的主体，承担了相关区域内水系治理、路网建设、市政道路等一系列项目的基础设施建设任务，目前由公司本部和子公司景德镇市城开投金岭开发投资有限责任公司（以下简称“金岭开投”）、新成建设负责委托代建业务。公司与委托方景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室（已升级为景德镇市昌南新区管理委员会，以下简称“昌南新区管委会”）根据具体项目签订相关的委托代建合同，项目完工后，公司本部按投资款的18%计提委托代建收入，新成建设按投资款的18%加成总额法确认委托代建收入。2019年，公司变更了委托代建收入确认原则，变更后，公司在项目竣工后，将经审定的项目成本（包含利息成本）全额加成一定比例确认收入，并结转相应成本；此外，公司将前期完工项目于2019年一并结转成本。

收入规模方面，受公司将前期完工项目于2019年一并结转成本的影响，2019年公司基础设施建设收入规模较大。受结算规模下降的影响，2020年与2021年公司确认的基础设施建设收入逐年下降。

毛利率方面，2019年，受公司变更委托代建收入确认原则的影响，2019年结转的部分项目成本大于结转时确认的收入，导致2019年公司基础设施建设收入毛利率水平较低。2021年基础设施建设收入毛利率较2020年下滑幅度较大，主要系当年有部分项目仅按成本确认收入所致。

截至2022年9月末，公司委托代建项目工程量依然充足，主要在建的委托代建项目计划总投资合计为65.78亿元，至少尚需投资33.45亿元，业务持续性较好，收入来源亦较有保障。

表5 截至2022年9月末公司主要在建的委托代建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已完成投资
景东高铁商务区及北站站前广场建设项目 （一、二、四期，除灯光球场之外）	293,740.38	148,431.89
陶瓷文化创意新区主干道路网项目	180,000.00	80,752.59

昌南拓展区北片区路网工程	99,802.00	47,119.44
陶瓷工业园区棚改项目	30,000.00	13,930.24
陶瓷工业园区景观综合整治提升工程项目	20,000.00	13,755.85
建设大道延伸段项目工程	15,533.59	9,224.72
2019 年景德镇市珠山区里村街道片区老旧小区改造项目	10,786.54	5,590.57
竟成镇西河三河段沿河北路工程	7,950.00	4,537.71
合计	657,812.51	323,343.01

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司棚户区改造业务具有一定的区域专营性，但是结算规模及收入波动较大

公司及子公司金岭开投负责景德镇市昌江片区城中村棚户区改造业务的投融资建设，业务具有一定的区域专营性。

昌南拓展区建设办分别在 2017 年与公司本部签订《景德镇市 2017 年度昌江片区城中村棚户区改造项目政府购买服务合同》；在 2018 年与金岭开投签订《景德镇市 2018 年度昌江片区城中村棚户区改造项目政府购买服务合同》，具体改造任务包括棚户区房屋的拆迁以及相关土地的征收，建设资金由公司自行筹集，由政府根据合同在一定年限内平均支付。

公司根据项目当年实际投入成本及分摊到该项目的利息支出按净额法计提 18% 的服务管理费收入，该收入由政府根据实际情况支付，但具体支付时间并未明确；同时，公司将当年该项目承担的利息支出结转为该项目的营业成本。目前政府购买服务模式，公司在建的棚户区项目是 2017 年和 2018 年度昌江区棚户区改造项目，分别涉及拆迁户 2,051 户和 589 户，涉及拆迁房屋 461,310 平方米和 205,000 平方米，建设期均为 24 个月。2020 年，公司实现棚户区改造业务的服务管理费收入 786.83 万元，毛利率与往年差异较大，原因系利息成本分摊不同。2021 年因棚户区改造项目暂缓，该业务无新增投入，故未结算服务管理费。

表6 截至 2022 年 9 月末公司主要在建政府购买服务的棚户区改造项目情况（单位：万元）

项目名称	计划项目总投资	已投资	建设模式
景德镇市 2017 年昌江片区城中村棚户区改造项目	234,007.00	149,995.28	政府购买服务
景德镇市 2018 年度昌江片区城中村棚户区改造项目	108,620.30	79,898.95	政府购买服务
合计	342,627.30	229,894.23	-

注：本表格内已投资按项目的已结转成本与尚未结转的账面价值计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司负责相关区域一级土地整理，但其收入实现受政府规划影响存在不确定性；2021 年公司因 1 宗土地被收回而确认土地转让收入，该收入亦不具备持续性

公司负责昌南新区内一级土地整理，由公司本部及子公司新成建设负责，原就具体土地整理项目与景德镇市土地储备中心（以下简称“土储中心”）签订购买服务合同。2018 年双方将购买服务合同变更为代建协议，但双方责任义务、交付条件、结算支付等条款未有变化，与原合同保持一致。根据相关协议，公司自筹资金进行土地整理开发，项目完工并达到熟化标准等条件后移交给土储中心。项目投入成

本的回收与收入的确认模式与基础设施建设业务相同。

近年景东高铁商务区、陶瓷文化创意新区的区域规划发生一定变化，景东高铁商务区土地储备整理项目收储工作放缓，公司土地储备整理项目未来投入和收入实现存在不确定性。2019-2021年，景东高铁商务区土地储备整理项目和陶瓷文化创意新区商住地块土地储备整理项目未新增投资，公司均未确认土地整理业务收入。

表7 截至2022年9月末公司土地整理项目情况（单位：万元）

项目名称	计划项目总投资	已投资	建设模式
景东高铁商务区土地储备整理项目	150,000.00	81,701.67	委托代建
陶瓷文化创意新区商住地块土地储备整理项目	320,000.00	192,530.76	委托代建
合计	470,000.00	274,232.43	-

注：本表格内已投资按项目的已结转成本与尚未结转的账面价值计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司通过招拍挂方式转让昌南拓展区A6-1地块，公司取得业务收入4.63亿元。2021年景德镇市自然资源局和规划局与公司达成国有土地使用权收回协议，收购公司位于陶瓷工业园区206国道东侧的1宗其他商服用地，公司取得业务收入2.75亿元。土地使用权回收依赖区域内土地规划，该业务收入不具备可持续性。

表8 2020-2021年公司土地转让业务涉及地块（单位：亩、万元）

地块名称	土地证号	面积	用途	取得方式	入账价值	业务收入
昌南大道北侧地块A6-1地块	赣2016景德镇市不动产权第0000123号	92.55	其他商服用地	招拍挂	21,732.82	46,276.31
陶瓷工业园区206国道东侧原鼎鼎陶瓷地块	赣（2020）浮梁（罗家）不动产权第0000002号	91.77	其他商服用地	协议出让	16,406.31	27,534.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

租赁业务为公司收入提供了较大补充

公司租赁收入来源于自有物业租赁和代管资产租赁，主要租赁资产如下表所示，其中，景德镇发展中心主要为政府机关部门以及少量商铺入驻，社会公共事务服务中心、昌南发展中心系景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室委托公司经营管理，经营期限为2018年12月1日至2022年12月31日。公司目前租赁物业和代管资产租赁中，地上建筑物租金为50-65元/月/m²，地下车位3,600元/年/个，租期一般为一年，有续租要求需在租赁期限届满三个月前洽谈。2019年-2021年，该项收入规模持续增长，其中2021年，租赁业务产生的毛利润占公司全年营业利润的139.80%，已成为公司利润的主要来源。

表9 2021年公司主要租赁资产及业务情况（单位：平方米、万元）

租赁资产名称	出租面积	租赁收入
新成大厦写字楼	36,961.96	2,281.16
社会公共事业服务中心	79,680.60	4,824.70
景德镇发展中心	130,000.00	7,871.56
昌南发展中心	43,423.92	2,629.34
陶瓷文化交流培训基地及院校项目	86,546.00	5,753.82

昌南拓展区地下停车场	36,702.50	1,709.87
合计	413,314.98	25,070.45

注：根据社会公共事业服务中心车位及新城大厦车位租赁合同，租金按出租车位个数计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建的自建项目较多，面临较大的资金支出压力

除上述可用于出租的自营物业资产外，公司还有较多自营的基础设施建设项目。其中，西瓜洲污水处理厂扩容提标改造工程旨在对西瓜洲污水处理厂扩容提标，原工程日处理规模 8 万吨，扩容提标后日处理规模 12 万吨；景德镇市名坊园陶瓷旅游开发项目、景德镇艺美产业园项目、昌南大厦以及开元美途酒店以自身经营收益为主，需关注项目未来的盈利能力；其他项目如景德镇市西城区生态修复综合开发项目等无明确的经营效益产生方式，需关注资金回收风险。截至 2022 年 9 月末，公司主要在建的自建项目计划总投资合计 87.07 亿元，至少尚需投资 28.45 亿元。

表10 截至 2022 年 9 月末公司主要在建的自建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资额
景德镇市国际陶瓷文创小镇产城一体化综合开发项目（一期）项目	168,689.29	207,419.92
西城区生态修复综合开发项目	164,669.62	78,470.98
景德镇市 2019 年度昌江片区城中村棚户区改造安置房建设项目	142,430.99	60,919.02
景德镇市名坊园陶瓷旅游开发项目	122,000.00	113,076.07
昌江河西区综合开发项目	84,900.00	35,779.08
昌南新区陶瓷文化交流培训基地	58,836.59	21,596.45
景德镇艺美产业园项目	46,718.00	57,851.10
景德镇市青少年文化培训基地项目	39,220.00	21,722.68
昌南大厦	14,992.20	18,432.30
西瓜洲污水处理厂扩容提标改造工程	13,831.76	12,519.37
“人工智能+5G”城市会客厅项目	9,359.00	7,637.94
开元美途酒店	5,021.24	4,036.68
合计	870,668.69	639,461.59

注：景德镇市国际陶瓷文创小镇产城一体化综合开发项目（一期）项目的立项总投资不包含土地款，已投资金额包含了土地款。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体来看，公司棚户区改造、委托代建板块业务工程量较为充足，但委托代建项目、自建项目大部分需要公司自筹资金，公司面临较大的资金支出压力。

大宗商品贸易业务毛利率低，并且下游客户集中度较高

2020 年，公司新增贸易业务，主营产品是电解铜、铝锭和锌锭等大宗商品，由公司全资子公司江西利尔奇贸易有限责任公司负责经营。公司主要供应商有四川铁投广润能源有限责任公司、深圳金诺信博供应链有限公司等，上下游对手方为国有企业或者规模较大的民营企业。2020-2021 年公司实现大宗商品贸易收入保持增长，2022 年 1-9 月公司新增电子产品、日用品等贸易品种，贸易业务收入继续大幅增长，2022 年 1-9 月公司实现的贸易业务收入规模已经超过 2021 年全年，但该业务客户集中度高，业务毛利率低。

表11 2020-2021年度公司贸易业务销售情况（单位：万元、%）

年份	前五大客户名称	销售商品	销售金额	金额占比
2022年1-9月	宜昌兴发集团有限责任公司	电解铜	53,181.78	22.74
	江苏阿格拉网络科技有限公司	电子产品、日用品	32,393.17	13.85
	北京致远中联实业有限公司	电子产品、日用品	26,751.20	11.44
	西安科捷实业有限公司	电解铜	19,416.15	8.30
	浙江呈耀电气科技有限公司	日用品	17,616.64	7.53
	合计	-	149,358.94	63.86
2021	武汉中元兴业供应链管理有限公司	电解铜	92,515.33	41.50
	武汉金控长江国际航运金融港有限公司	电解铜	33,806.53	15.16
	上海齐澜贸易有限公司	电解铜	24,809.17	11.13
	广西桂盛能源有限公司贺州销售分公司	电解铜	19,513.73	8.75
	山能国际产业投资集团（海南）有限公司	电解铜	17,708.98	7.94
	合计	-	188,353.74	84.48
2020	山能国际产业投资集团（海南）有限公司	铝锭、电解铜	48,686.77	30.10
	德阳建投建材有限公司	电解铜	46,032.69	28.46
	深圳长和供应链管理有限公司	电解铜	26,479.63	16.37
	广东东泊化工有限公司	锌锭	8,941.95	5.53
	厦门欣枫情商贸有限公司	锌锭	8,929.61	5.52
	合计	-	139,070.65	85.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得较大力度外部支持

公司作为景德镇市主要的城市基础设施建设主体之一，近年在资产注入、政府补助等方面持续得到景德镇市当地政府部门的大力支持。

股东增资方面，根据2019年3月公司股东会决议，公司注册资本将由4.70亿元增加至30.00亿元，其中景德镇国资委认缴出资29.85亿元，本次新增出资25.25亿元。2022年1-9月，景德镇市财政局向公司注入2.00亿元，作为景德镇国资委的国有资本权益。

资产注入方面，2019-2021年公司取得景德镇市财政局和景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室等政府单位注入的无偿拨款分别为9.94亿元、43.90亿元和24.22亿元。另外，2021年公司获得政府部门注入的景德镇学院旧址内的房屋及建筑物、自来水输送设施和污水输送设施，评估价值分别为8.64亿元与0.80亿元。2022年1-9月公司子公司景德镇市昌新工程管理有限公司获得昌南新区管委会无偿划拨的污水及自来水输送设施，评估价值共计3.42亿元，均计入了资本公积。

股权划转方面，2018-2019年，景德镇市农牧渔业科学研究所、江西景德板鸡实业公司分别将其拥有的江西德宇集团有限公司67.01%、32.99%的股权无偿转让予公司，2019年景德镇市土地储备中心将所持有的新成建设54.90%股份无偿划转给公司。

财政补贴方面，2019-2021年以及2022年1-9月，公司分别获得政府补助0.57亿元、0.59亿元、

0.99 亿元和 0.21 亿元，为公司利润提供了一定补充。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）、鹏盛会计师事务所（特殊普通合伙）、中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）分别审计并出具标准无保留意见的公司 2019 年、2020 年、2021 年度审计报告及 2022 年 1-9 月审阅报告，报告均采用新会计准则编制。2019-2021 年与 2022 年 1-9 月公司合并范围变化为新增 8 家、10 家、7 家以及 8 家，截至 2022 年 9 月末合并范围内的子公司共 37 家，详见附录四。

资产流动性

公司资产以土地、房屋及工程项目投入为主，受限资产规模较大，资产流动性较弱

近年来伴随公司在工程项目投入、股东资产注入及融资规模扩大，公司资产规模保持大幅增长。截至 2022 年 9 月末，公司总资产规模是 2019 年末 1.93 倍。

近年来伴随公司对外融资规模的扩大，公司货币资金账面余额整体水平也有所提升，2022 年 9 月末，公司有 13.99 亿元货币资金因银行承兑汇票保证金、用于担保定期存单等原因而受限，在公司货币资金账面余额中的占比为 35.26%，受限比例较高。2022 年 9 月末，公司应收账款账面金额较期初水平增加幅度较大，主要系公司新增对昌南新区管委会的委托代建业务且尚未收回款项所致，从应收对象来看，公司主要应收对象为昌南新区管委会，系政府部门，坏账风险较低，2022 年 9 月末在公司应收账款账面余额中的占比为 93.91%，但公司对昌南管委会的应收账款部分款项账龄较长，回收时间存在不确定性，对公司营运资金形成一定的占用。公司预付账款主要由公司预付的贸易款项与工程款项所构成，2022 年 9 月末预付款项大幅增加，主要系公司子公司景德镇神州瓷业文化有限公司预付的工程款及子公司江西利尔奇贸易有限责任公司预付的贸易款增加所致。公司其他应收款主要为涉及政府、政府相关部门及其他国有企业的往来款，截至 2022 年 9 月末，应收昌南新区管委会的往来款占其他应收款项合计的 84.09%。总体来看，公司应收类款项主要来自政府机构及地方国企，回收风险相对较小，但回收时间存在不确定性，对公司资金造成占用。

存货主要为未完工的建造合同成本，近年来存货账面余额增长速度较快，2022 年 9 月末存货账面余额为 2019 年末水平的 2.66 倍，主要系公司新增土地使用权、部分土地由无形资产转入存货科目以及公司对建设项目的持续投入所致。截至 2022 年 9 月末，存货中包含 66 宗土地使用权，账面价值 175.28 亿元，其中 31 宗土地使用权已抵押，账面价值合计 97.77 亿元；12 宗土地尚未办理权证，账面价值合计 34.22 亿元。

投资性房地产包括用于出租的房屋、土地使用权以及在建工程。用于出租的资产包括新城大厦写字

楼、景德镇市陶瓷文化创意中心、陶瓷文化交流培训基地等。2020年末，投资性房地产增长主要系增加9宗、账面价值55.85亿元的土地使用权，且部分在建工程完工转入投资性房地产所致。2021年，投资性房地产同比增加，主要系新增子公司景德镇市颐景康养产业发展有限公司、景德镇市广厦房屋租赁有限责任公司带来的15.00亿元在建工程计入投资性房地产所致。在建工程为公司自建自营的工程项目，截至2021年末主要包括景德镇市国际陶瓷文创小镇产城一体化综合开发项目（一期）项目、陶瓷文化交流培训基地及景德镇市名坊园陶瓷旅游开发项目等。

无形资产主要为土地使用权。近年来由于项目开发建设需要，公司将无形资产中部分土地使用权转入存货科目，使得公司无形资产账面余额近年来持续减少。

公司其他非流动资产由委托代建项目、政府购买服务项目以及零星工程所构成，随着公司对项目建设的投入，2019-2021年其他非流动资产账面余额持续增长。2022年9月末，其他非流动资产账面余额较期初有所减少主要系部分基础设施建设项目完工后账面余额结转至营业成本所致。

公司受限资产以业务开展及对外融资而抵质押的货币资金及不动产资产为主，包括银行存款、土地使用权以及房屋建筑物，截至2022年9月末公司受限资产账面价值合计为181.08亿元，受限资产规模较大，占总资产的27.06%，整体来看公司资产流动性较弱。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.67	5.93%	55.62	8.95%	31.67	6.39%	17.81	5.12%
应收账款	21.51	3.21%	6.11	0.98%	12.56	2.53%	15.73	4.52%
预付款项	22.36	3.34%	13.40	2.16%	12.96	2.61%	10.91	3.14%
其他应收款	45.99	6.87%	38.38	6.17%	31.49	6.35%	29.47	8.48%
存货	217.16	32.45%	186.42	29.99%	118.08	23.82%	81.55	23.46%
流动资产合计	353.48	52.82%	305.62	49.17%	210.18	42.40%	157.75	45.39%
投资性房地产	116.83	17.46%	115.45	18.57%	99.28	20.03%	34.00	9.78%
在建工程	66.47	9.93%	57.16	9.20%	34.97	7.05%	10.51	3.02%
无形资产	13.28	1.98%	22.96	3.69%	41.16	8.30%	52.51	15.11%
其他非流动资产	87.10	13.02%	93.82	15.09%	89.87	18.13%	81.82	23.54%
非流动资产合计	315.73	47.18%	315.94	50.83%	285.56	57.60%	189.83	54.61%
资产总计	669.21	100.00%	621.56	100.00%	495.74	100.00%	347.58	100.00%

资料来源：公司2019-2021年审计报告及2022年1-9月审阅报告，中证鹏元整理

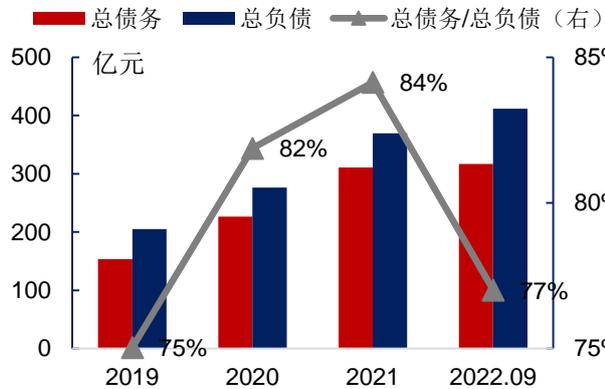
短期偿债能力

公司总债务规模快速增长，短期偿债压力增大

为满足公司经营活动资金需求，公司加大了对外融资的力度，使得2019-2021年公司负债与债务规模持续增长，首次影响，公司总债务占总负债的比重、短期债务占总债务比重均快速提升。2022年1-9月，在公司往来款账面余额大幅增加与公司偿还短期融资券的综合影响下，公司总债务占总负债比重、

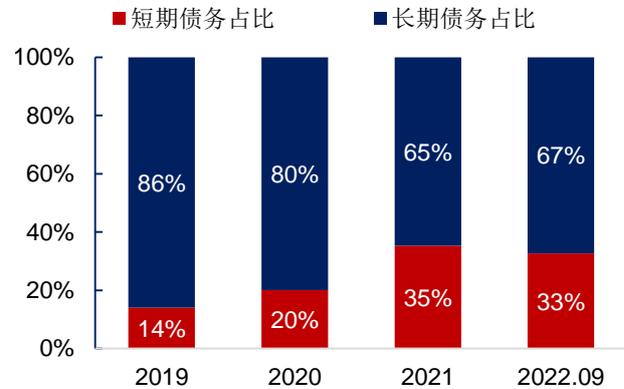
短期债务占总债务比重均有所下滑。

图2 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月审阅报告，中证鹏元整理

图3 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月审阅报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，近年来受公司短期债务规模大幅攀升、在建项目持续进行资本投入影响，现金短期债务比持续下降。随着公司有息债务规模的快速增长，公司利息费用规模同步增大，近年来公司 EBITDA 利息保障倍数均处于较低水平，其中 2021 年受代建结算规模降低的影响，公司营业利润和 EBITDA 均下降，EBITDA 利息保障倍数同比下降较大，EBITDA 对利息的保障能力较弱。近年来公司经营现金流波动较大，经营活动净现金流对流动负债的保障能力较弱，整体来看，公司短期偿债压力有所增加。

表13 公司短期偿债能力指标

指标名称	2022年9月	2021年	2020年	2019年
现金短期债务比	0.38	0.39	0.70	0.82
EBITDA 利息保障倍数	--	0.27	0.50	0.35
经营活动净现金流/短期债务	-0.08	-0.11	0.05	0.03

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月审阅报告，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2019 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（报告查询日 2022 年 12 月 15 日）、景德镇市新成建设投资开发有限责任公司（报告查询日 2022 年 12 月 15 日）、景德镇市城开投金岭开发投资有限责任公司（报告查询日 2022 年 12 月 15 日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年9月末，公司对外担保余额合计为1.10亿元，担保对象均为当地国有企业，但公司的对外担保均未设置反担保措施，使得公司面临一定的对外担保风险。

表14 截至2022年9月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
景德镇昌源环发贸易有限公司	10,000.00	2023/1/19	否
景德镇市陶瓷科技投资经营有限公司	1,000.00	2023/8/30	否
合计	11000.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、外部特殊支持分析

公司是景德镇市人民政府下属重要企业，景德镇国资委直接持有公司89.55%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，景德镇市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与景德镇市人民政府的联系非常紧密。公司由景德镇国资委直接持股89.55%，景德镇国资委对公司董事会和管理层进行任命与考核，公司委托代建业务也均来源于政府部门安排，因此景德镇市人民政府对公司经营战略和业务运营具有绝对的控制权，并且2019-2021年年来自政府的代建项目收入在公司营业收入中的占比较高，此外，近三年公司接受政府部门在股权划转、资产划拨、财政补贴等方面支持次数较多，公司与景德镇市人民政府的联系比较稳定。

（2）公司对景德镇市人民政府非常重要。尽管公司不承担供水、供电、供热等区域专营性公用事业职能，使得景德镇市人民政府在付出一定的努力和成本的情况下可以取代公司，但公司主要从事土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造等业务，公司所负责的业务对景德镇市人民政府非常重要，对景德镇市人民政府贡献很大，公司的违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

十、抗风险能力分析

景德镇市陶瓷文化底蕴深厚，适逢“国家陶瓷文化传承创新试验区”建设，致力于推进陶瓷文化及相关产业深度融合及转型升级，发展机遇良好，为公司发展提供了较好的区域环境。

公司系景德镇市主要的城市基础设施建设主体之一，主要承担昌南新区基础设施建设、昌江区棚户区改造和土地一级开发等任务，虽然公司资产流动性较弱、资金支出压力较大、总债务规模快速增长且短期偿债压力加大，但公司已签订代建合同的项目计划总投资及已投资额较大，业务持续性较好。另外，近年政府通过注入资金及资产等多种方式增强公司资本实力，同时公司持续收到政府补贴款项，提升了公司的盈利水平，未来有望继续获得政府的支持。总体来看，公司抗风险能力较好。

十一、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

1. 公司经营带来的现金流入

公司稳定的经营状况和持续的收入来源是本期债券本息偿还的重要基础。2019-2021年以及2022年1-9月，公司营业收入与利润合计金额分别为106.43亿元与9.05亿元，同期销售回款合计112.28亿元。公司委托代建项目工程量充足，未来收入具有一定的可持续性。但值得关注的是，公司经营活动现金流净额表现不佳，并且公司部分自建项目未来收益的实现尚存在不确定性。

2. 公司不动产变现与抵押融资

公司可变现不动产可为本期债券偿债资金来源提供一定的补充。截至2022年9月末，公司存货、投资性房地产和无形资产中尚未抵押的不动产规模较大，必要时公司可通过抵押或出让该部分不动产（土地、房屋）获取偿债资金。但中证鹏元也关注到，公司土地使用权价值易受地方房地产及土地市场供求关系影响，未来变现价值存在不确定性。

十二、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为A-1。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

本评级机构将在本期短期融资券正式发行后6个月内披露定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

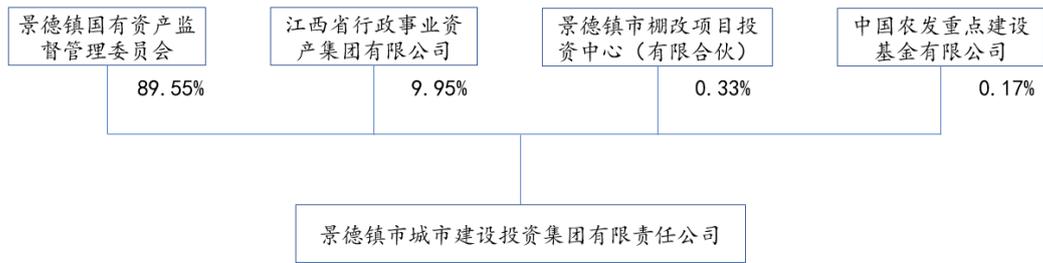
本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构网站披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年9月	2021年	2020年	2019年
货币资金	39.67	55.62	31.67	17.81
存货	217.16	186.42	118.08	81.55
流动资产合计	353.48	305.62	210.18	157.75
投资性房地产	116.83	115.45	99.28	34.00
其他非流动资产	87.10	93.82	89.87	81.82
非流动资产合计	315.73	315.94	285.56	189.83
资产总计	669.21	621.56	495.74	347.58
短期借款	20.16	18.88	15.05	2.94
一年内到期的非流动负债	39.66	43.78	24.40	18.70
流动负债合计	154.07	140.00	82.69	71.02
长期借款	131.18	125.82	125.13	106.31
应付债券	62.17	54.56	44.86	18.00
长期应付款	59.93	45.90	24.35	10.45
非流动负债合计	257.58	229.40	193.57	133.89
负债合计	411.65	369.39	276.27	204.91
总债务	317.02	310.80	226.20	153.75
所有者权益	257.56	252.17	219.48	142.68
营业收入	38.47	30.32	26.74	10.90
营业利润	0.45	2.25	4.56	1.05
其他收益	0.21	0.65	0.63	0.00
利润总额	0.26	2.47	4.27	2.05
经营活动产生的现金流量净额	-8.27	-12.13	2.22	0.74
投资活动产生的现金流量净额	-15.12	-47.99	-90.78	-63.13
筹资活动产生的现金流量净额	6.22	78.25	96.82	63.64
财务指标	2022年9月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	7.13%	14.24%	21.28%	26.79%
现金短期债务比	0.38	0.39	0.70	0.82
EBITDA（亿元）	--	3.83	5.64	2.88
EBITDA 利息保障倍数	--	0.27	0.50	0.35
经营活动净现金流/短期债务	-0.08	-0.11	0.05	0.03

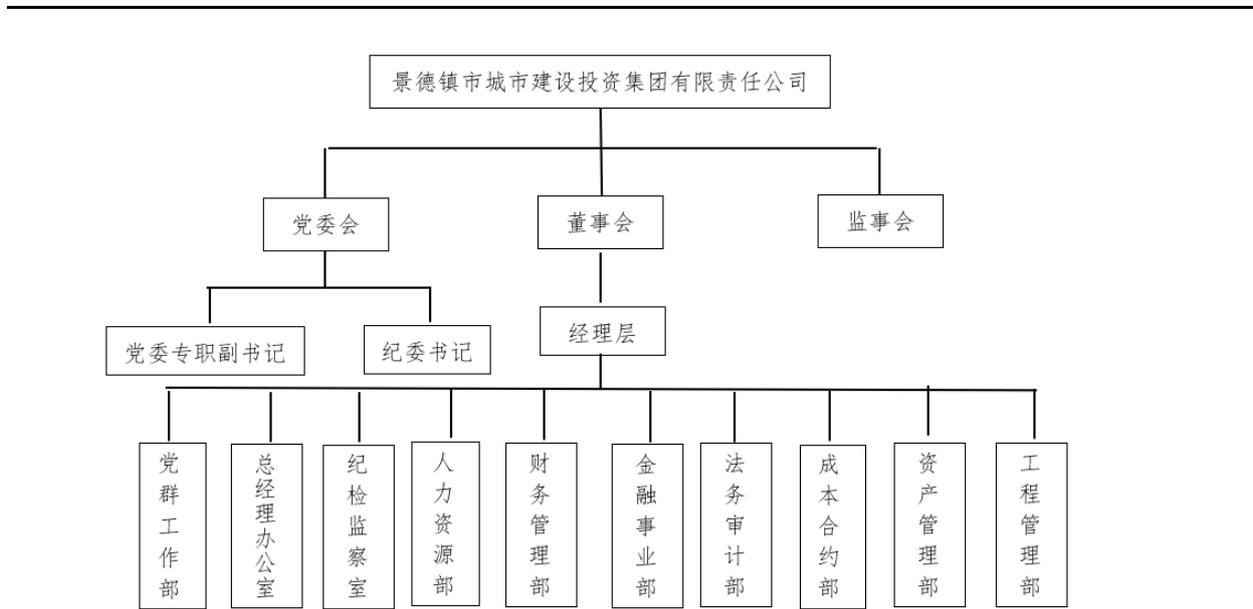
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月审阅报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 9 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 9 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022年9月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务
景德镇市城开投金岭开发投资有限责任公司	100.00%	289,695.42	土地开发整理、基础设施建设、房地产开发
景德镇市陶汇投资发展有限公司	66.97%	121,099.00	土地一级开发、土石方工程
景德镇市兴陶建设开发有限责任公司	100.00%	50,000.00	土地开发整理、公共服务设施建设、房地产开发
江西利尔奇贸易有限责任公司	100.00%	50,000.00	建筑材料及配套材料采购与销售
景德镇市昌农投资开发有限责任公司	100.00%	50,000.00	房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包，与农业生产经营有关的技术、信息、设施建设运营等服务
景德镇城投产业投资有限责任公司	100.00%	50,000.00	金融类和非金融类机构股权投资；产业投资；政府投资基金管理
乐平市德宇农业产业投资发展有限责任公司	100.00%	30,000.00	工程管理服务，市政设施管理，乡镇经济管理服务，水资源管理
景德镇市广厦房屋租赁有限责任公司	100.00%	30,000.00	住房租赁、物业管、停车场服务、广告发布
景德镇神州瓷业文化有限公司	100.00%	30,000.00	陶瓷文化创意，旅游服务，房地产开发
景德镇市昌南教育文化产业发展有限责任公司	100.00%	30,000.00	文化产业投资管理；教育投资、管理；组织文化艺术交流活动
景德镇市新成建设投资开发有限责任公司	52.00%	19,513.00	土地开发整理、基础设施建设、房地产开发
景德镇昌隆物业管理有限责任公司	100.00%	10,000.00	物业管理，旅游开发项目策划咨询，体育赛事策划，体验式拓展活动及策划，房地产咨询，信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务），旅行社服务网点旅游招徕
景德镇市金仁资产管理有限责任公司	100.00%	10,000.00	实业投资、投资项目管理、物业管理
景德镇市颐景康养产业发展有限公司	100.00%	10,000.00	保健食品销售，餐饮服务，住宿服务，房地产开发经营及养老服务，健康咨询服务（不含诊疗服务），中医养生保健服务（非医疗），养生保健服务（非医疗）等
景德镇市陶新工业投资发展有限公司	100.00%	10,000.00	资产收购，资产处置，资产托管，实业投资，资产运营，投资管理咨询，财务咨询，企业重组策划，代理咨询，对外担保（不含融资性担保）
景德镇特种工业陶瓷技术研究院有限公司	70.00%	10,000.00	特种陶瓷材料研发、生产、销售；特种陶瓷制品制造、加工、销售；机械设备、特种设备、非居住房地产租赁；单位后勤管理服务
景德镇市昌新工程管理有限公司	100.00%	10,000.00	建筑材料销售，轻质建筑材料销售，供应链管理服务，工程管理服务，工程技术服务（规划管理、勘察、设计、监理除外）
景德镇市驰城杭萧绿色建筑有限公司	81.25%	8,000.00	钢结构制作、安装，建材生产、加工、销售，钢结构设计
江西德宇集团有限公司	100.00%	7,113.61	新产品、新项目研究与开发，集团管理服务
景德镇聚力建设有限责任公司	51.00%	6,000.00	各类工程建设活动、园林绿化工程施工；房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包、劳务服务（不含劳务派遣）、城市公园管理服务、市政设施管理服务、城市绿化管理服务、机械设备租赁；水泥制品销售
江西得雨茶业有限公司	100.00%	6,000.00	茶叶种植、生产、加工、销售；预包装食品、散装食品批发和零售（凭食品经营、生产许可证经营）；茶园建设与管理；茶业种苗的选育与销售

景德镇杰城绿色环保有限责任公司	100.00%	5,000.00	污水处理及其再生利用，再生资源回收（除生产性废旧金属），非金属废料和碎屑加工处理，固体废物治理
景德镇市城铁建筑有限责任公司	51.00%	5,000.00	土石方工程施工，企业管理咨询，砼结构构件制造，砼结构构件销售，金属结构制造，金属结构销售，建筑工程机械与设备租赁，水泥制品制造，水泥制品销售，非金属矿物制品制造，非金属矿及制品销售，装卸搬运
景德镇名坊园陶瓷产业发展有限公司	100.00%	5,000.00	陶瓷产业开发，陶瓷制造（不含使用梭式窑）和销售，陶瓷创意、文化传播、交流和推广，展览展示策划服务
景德镇昌南里陶瓷版权交易中心有限公司	100.00%	4,000.00	专利代理，拍卖业务，互联网信息服务，证券投资咨询，保险代理业务，演出场所经营，文物销售，出版物互联网销售，出版物零售（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
景德镇金润物业服务有限责任公司	100.00%	2,000.00	物业管理服务；园艺维护；住宿（凭特种行业许可证经营）、餐饮服务（凭食品经营许可证经营）；酒店管理
景德镇市兴昌建筑工程有限公司	100.00%	1,200.00	房屋建筑工程、市政公用工程、土石方工程（不含片石开采）、公路工程
景德镇景德记忆旅游文化传播有限公司	100.00%	1,000.00	旅游业务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）一般项目：商业综合体管理服务，广告发布及代理（涉及许可的除外），陶瓷
景德镇市新成信康置业有限责任公司	100.00%	1,000.00	房地产开发、土石方工程；建材销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。
景德镇合诚物业有限责任公司	52.00%	1,000.00	房地产开发经营（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）一般项目：物业管理，物业服务评估，住房租赁
景德镇市拜瓷酒店管理有限公司	100.00%	1,000.00	酒店管理及咨询服务；物业管理；房屋租赁
景德镇市名庭酒店有限公司	100.00%	1,000.00	住宿服务，餐饮服务，烟草制品零售，酒类经营（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）一般项目：酒店管理，专业保洁、清洗、消毒服务
景德镇克莱尔汽车租赁有限公司	100.00%	300.00	小微型客车租赁经营服务，汽车零配件批发，汽车装饰用品销售，洗车服务，汽车零配件零售，信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）
景德镇畅游科技有限公司	51.00%	200.00	软件开发，技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广，数字文化创意软件开发，区块链技术相关软件和服务，大数据服务
景德镇市开元美途酒店有限公司	100.00%	200.00	住宿服务，餐饮服务，烟草制品零售，酒类经营（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）一般项目：棋牌室服务，酒店管理
景德镇市景南三里度假酒店有限公司	100.00%	180.00	住宿服务，餐饮服务，烟草制品零售，酒类经营（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）一般项目：酒店管理，专业保洁、清洗、消毒服务，健身休闲活动，会议及展览服务，食用农产品零售，工艺美术品及礼仪用品销售（象牙及其制品除外），日用品销售，停车场服务
景德镇市智城文化旅游有限公司	51.00%	100.00	旅游业务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）一般项目：组织文化艺术交流活动，会议及展览服务

资料来源：公司 2022 年 1-9 月未经审计财务报表附注、公开信息，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、短期债务信用等级符号及定义

符号	定义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：注：每一个信用等级均不进行微调。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。